

„Globální finanční krize“ a její hodnocení z hlediska budoucího vývoje světové ekonomiky

prof. Ing. Oldřich Rejnuš, CSc.

*Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, Ústav ekonomiky, Kolejní 4, Brno
e-mail: rejnuš@fbm.vutbr.cz*

Abstrakt

Príspevek se zabývá problematikou „finanční krize“ jež vznikla na podzim roku 2008 a následně přerostla ve velice významnou světovou hospodářskou krizi. Jeho cílem je jednak analyzovat její příčiny, jednak se pokusit identifikovat a charakterizovat nejvýznamnější rizikové faktory ohrožující další rozvoj světové ekonomiky. Závěrem je provedena stručná predikce budoucího vývoje světové ekonomiky ve střednědobém časovém horizontu a jsou formulovány zásadní otázky ohledně budoucího fungování (či likvidace) „tržní ekonomiky“, na níž je soudobá lidská společnost životně závislá.

Klíčová slova

Hospodářská krize, finanční trhy, světová ekonomika, tržní ekonomika, státní regulace

Úvod

„Finanční krize“ vyděsila na podzim loňského roku¹ celý svět. Krachy bank, resp. i dalších finančních institucí, prudké pády akciových kurzů na všech světových burzách, krachy podniků a zmatené chování finančních analytiků a politiků způsobilo paniku prakticky na celém světě.

Uvedenou krizi ovšem nelze chápat pouze jako krizi finanční, nýbrž je především krizí hospodářskou. To vyplývá z toho, že finanční systém (jehož součástí jsou rovněž finanční trhy) je nedílnou součástí s ním souvisejícího systému ekonomického, takže každá porucha v jeho fungování se následně velice rychle přenáší do ekonomiky. Z toho, s přihlédnutím ke vzájemnému těsnému propojení jednotlivých národních finančních systémů a národních, případně i mezinárodních (resp. „nadnárodních“) hospodářských seskupení následně vyplývá, že „finanční krizi“ (neboli vážné poruchy ve fungování finančního systému) je nutno chápat jako součást (počáteční etapu) hospodářské krize.

¹ Jde o rok 2008.

Diskuse

Přesto, že hospodářské krize vykazují mnohé společné vlastnosti, každá z nich bývá v něčem specifická. A nejinak je tomu i v případě soudobé krize, označované zatím nejčastěji jako „globální krize finanční“. Toto její soudobé označení² vyplývá jednak z toho, že ji způsobily faktory, jež nejprve zasáhly finanční trhy nejvyspělejších zemí světa (zejména USA), čímž ochromily fungování jejich finančních systémů, jednak proto, že v důsledku velice těsného vzájemného propojení jednotlivých „národních“ finančních systémů se uvedené poruchy velice rychle rozšířily do celého světa. To následně způsobilo kolaps celého světového finančního systému a negativně se promítlo do fungování světové ekonomiky. Vzhledem ke složitosti této problematiky je zřejmé, že podmínkou toho, aby bylo možno stávající krizi pochopit a predikovat budoucí ekonomický vývoj je nezbytné nejprve analyzovat její základní specifika a faktory jež jí způsobily, a teprve následně se zabývat hledáním cest, jak se s touto krizí vyrovnat.

I. VZNIK „GLOBÁLNÍ FINANČNÍ KRIZE“ V ROCE 2008

Ve druhé polovině roku 2008 začaly na všech významných světových burzách prudce klesat kurzy akcií. Přitom se nejednalo o situaci, která by postihla pouze některé burzovní trhy či akcie určitých odvětví ekonomiky, nýbrž se jednalo o pokles globální, postihující všechny ekonomicky rozvinuté země. Tento propad akciových trhů souvisel se vznikem „globální (celosvětové) finanční krize“ jež vznikla v USA a následně se velice rychle rozšířila do celého světa. Její základní příčinou bylo neúměrně vysoké zadlužení mnoha ekonomických subjektů – především amerických domácností.³ To vzniklo jednak tím, že americký FED udržoval v ekonomice po značně dlouhou dobu extrémně nízké úrokové sazby a jednak také tím, že managementy bank, aby dosáhly co nejvyšších zisků, umožňovaly půjčovat peníze bez toho, aby byla důsledně prověřována schopnost klientů své úvěry splácet.⁴ Především se to týkalo úvěrování nemovitostí, kdy byly hypotéky poskytovány i těm občanům, u nichž bylo předem zřejmé, že splácení úvěru bude pro ně velice problematické, či dokonce nemožné.

² Může se pochopitelně stát, že v budoucnu tento název změní.

³ Týká se to ovšem i dalších (především evropských) ekonomicky vyspělých zemí.

⁴ Odhaduje se, že americké domácnosti byly v roce 2008 v průměru zadluženy ve výši svého tříletého příjmu.

Tím vzniklo v USA mnoho rizikových „nestandardních“ hypoték – označovaných jako „*subprime hypotéky*“⁵, které se později staly zásadním problémem americké (a posléze i světové) ekonomiky. Aby získaly potřebné objemy peněžních prostředků na poskytování hypotečních úvěrů, emitovaly americké banky a státem garantované hypoteční agentury velké množství hypotečních obligací, jež byly zajištěny nemovitostmi pořizovanými z poskytnutých hypoték. Ty následně prodávaly, čímž je „přesouvaly“ do portfolií dalších společností a to nejen amerických, nýbrž i zahraničních. A aby pro ně získali dobré ratingové ohodnocení, zajišťovali je proti případnému selhání úvěrů, z jejichž splátek měly být financovány,⁶ a to tím způsobem, že na ně uzavírali CDS.⁷

V roce 2004 ukončila americká centrální banka /FED/ politiku nízkých úrokových sazeb (neboli politiku „levných peněz“) a začala v důsledku inflačních tlaků (které byly umocňovány rychle rostoucími cenami komodit – zejména ropy) a neúnosně klesajícího kurzu amerického dolaru zvyšovat úrokové sazby, přičemž základní úrokovou sazbu zvýšila z původní extrémně nízké úrovně 1 % p.a. postupně až na 5,25 % p.a. v roce 2006. To se následně (byť s určitým časovým zpožděním) promítlo v růstu úrokových sazeb bank a tím i ve výši úročení hypotečních úvěrů, kde se zvýšilo jednak úročení nově poskytovaných hypoték, jednak velikost splátek placených stávajícími dlužníky (zejména pak těmi, kteří uzavřeli hypotéky pouze s krátkodobou fixací). To vyústilo v létě 2006 v prasknutí realitní bubliny, které se projevilo následujícím způsobem:

1. Výrazně se snížila poptávka po hypotečních úvěrech a v návaznosti na to velice silně poklesl zájem o pořizování rodinných domů.
2. Vzhledem k poklesu poptávky po rodinných domech vznikl jejich přebytek, což iniciovalo pokles jejich cen.

⁵ Přesto, že termín „*subprime hypotéka*“ není jednoznačně vymezen, bývá jím všeobecně označován takový (zpravidla krátkodobě fixovaný) hypoteční úvěr, jehož poskytnutí neodpovídá bezpečnostním požadavkům standardní „*prime hypotéky*“. Z toho vyplývá, že se jedná o dražší hypotéku poskytovanou těm subjektům, které nemohou získat, vzhledem ke své nižší bonitě, hypotéku normální. Sjednávání „*subprime hypoték*“ bývá ovšem spojeno s očekáváním, že ceny nemovitostí časem vzrostou, čímž se zároveň zvýší i hodnota majetku dlužníků, kterým bude možno v budoucnu (zpravidla po uplynutí poměrně krátké doby fixace jejich „*subprime hypotéky*“) tuto hypotéku nahradit „*prime hypotékou*“ (neboli hypotékou s nižším úročením).

⁶ V daných případech se jednalo o zajištění „selhání úvěru“ (neboli o zajištění hypotečních splátek, z nichž měly být financovány výnosy a posléze i jistina hypotečních obligací).

⁷ Kontrakty typu CDS /*Credit Default Swaps*/ bývají česky označovány jako „swapy úvěrového selhání“. Jedná se o smluvní dohody, v nichž se „subjekt, jenž úvěrové riziko prodává /*Credit Risk Seller*/ zajišťuje za úplaty tím, že je převádí na kupujícího CDS, který bývá označován jako kupující úvěrového rizika /*Credit Risk Buyer*/ (nejčastěji se jedná o životní pojišťovny či penzijní fondy). V roce 2008 přesáhl součet nominálních hodnot CDS existujících v USA cca 70 biliónů USD (což zhruba odpovídá velikosti ročního celosvětového HDP).

3. Ekonomicky slabší rodiny nebyly schopny splácet předepsané hypoteční splátky (rovněž v souvislosti s existujícími extrémně vysokými cenami energií a pohonných hmot), čímž prudce vzrostl počet domácností, jež o své domy přišly.
4. V důsledku narůstajícího počtu nesplácených (resp. pouze částečně splácených) hypoték se banky začaly dostávat do problémů s likviditou, přičemž se rovněž začala zvyšovat rizikovost jimi emitovaných hypotečních obligací.
5. Vzhledem k výše uvedeným skutečnostem vznikla mezi bankami vzájemná nedůvěra jež vyústila až v to, že si přestaly vzájemně poskytovat úvěry, čímž začal kolabovat mezibankovní trh.
6. A v důsledku existujícího zajištění hypotečních obligací prostřednictvím CDS se bankovní krize rozšířila do celého finančního systému.

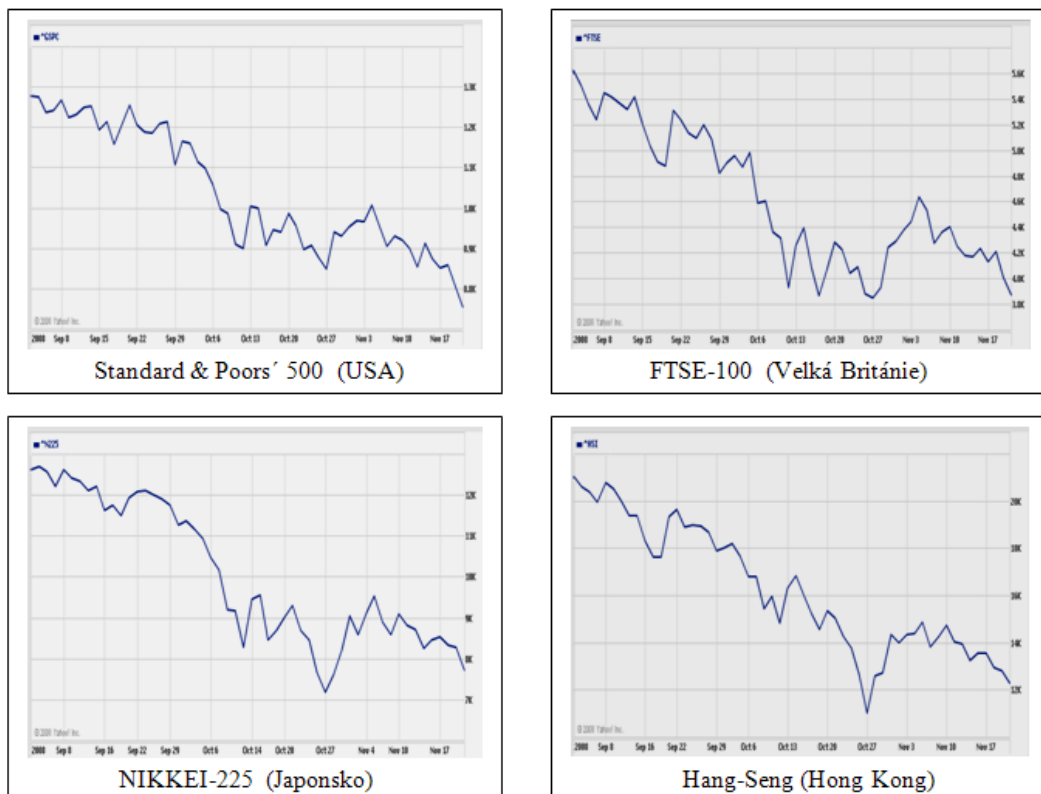
Výše popsané poruchy začaly vznikat nejprve v USA, nicméně v důsledku existence těsného vzájemného propojení finančních systémů jednotlivých zemí a investic mnoha zahraničních finančních institucí do amerických cenných papírů se velice rychle rozšířily do celého světa. Přesto, že americká centrální banka /FED/, posléze vláda USA a následně i centrální banky a vlády všech ostatních krizí zasažených zemí začaly provádět velice silnou expanzivní monetární i fiskální politiku, nepodařilo se jim její postup zastavit. Ve druhém pololetí roku 2008 začaly velice výrazně klesat prakticky všechny významné akciové trhy (viz obrázek 1) a začaly kolabovat významné světové investiční i obchodní banky. Ty byly (pokud bylo vládami jednotlivých států rozhodnuto je zachránit) zestátnovány, přičemž prakticky všechny světově významné centrální banky musely v důsledku nefunkčnosti mezibankovního trhu poskytovat obchodním bankám velké objemy dodatečné likvidity.

II. PRVOTNÍ DŮSLEDKY „GLOBÁLNÍ FINANČNÍ KRIZE“

O prudkosti nástupu finanční krize svědčí následující skutečnosti.⁸ Prakticky za pouhé tři měsíce (od září do konce listopadu 2008) přišlo v USA cca 900 tis. domácností o přístřeší (v důsledku selhání více než 2 % celkově poskytnutých hypoték), ceny rezidenčních nemovitostí zde poklesly (oproti dosaženému vrcholu) cca o 20 %, přičemž u cca 10 mil. nemovitostí poklesla jejich cena tak, že byla nižší než činila hodnota s nimi souvisejících hypoték. V USA přestalo existovat všech pět renomovaných investičních bank (*Lehman Brothers* zkrachovala, *Bear Stearns* a *Merill Lynch* byly převzaty bankami J. P. Morgan a Bank of America za pouze symbolické ceny a *Goldman Sachs* a *Morgan Stanley* se přeměnily se souhlasem FEDu na běžné banky (neboli ztratily své stávající výhody a spadly pod regulaci a dozor FEDu).

⁸ Většina použitých údajů byla převzata z článku Martina Hermana: Nechtěné dítě v kolébce Baracka Obamy /*EKONOM* č.41/2008/.

Dále zkrachovaly: největší americká spořitelna (*Washington Mutual*), celá řada dalších bank (např. šestá největší americká banka *Wachovia*). Vedle toho musela vláda USA zestátnit největší světovou pojišťovnu *American International Group /AIG/* a státem garantované hypoteční agentury *Fannie Mae* a *Freddie Mac*). Dále se všeobecně odhaduje, že světové cenné papíry ztratily za uvedené tři měsíce hodnotu 30 biliónů USD.



Obrázek 1: Vývoj vybraných akciových burzovních indexů USA, Velké Británie, Japonska a Číny v období od 1. září do 20. listopadu 2008

Zdroj: vlastní konstrukce s využitím internetového serveru: finance.yahoo.com

III. ANALÝZA ZÁKLADNÍCH PŘÍČIN VZNIKU „FINANČNÍ KRIZE“

Výše uvedené skutečnosti byly ovšem pouze prvotním a velice stručným výčtem toho, co se v prvních třech měsících finanční krize událo. Nicméně co bylo skutečnými příčinami, jež způsobily uvedenou situaci, jež posléze vyústila v soudobou světovou hospodářskou krizi?

Na tuto otázku pochopitelně existuje celá řada různých názorů, jež nejsou ani jednotné, ani vše objasňující. Nicméně nezpochybnitelné je to, že tak významná krize nevnikla náraz, ale její příčiny se vytvářely postupně – podle některých ekonomů již od roku 1938. Tehdy byla totiž americkou vládou založena agentura Fannie Mae /*Federal National Mortgage Association*/ za účelem podpory poskytování hypoték obyvatelstvu na stavbu rodinných domů. V této politice následně pokračovaly i další americké vlády, zejména pak vláda prezidenta Cartera, která v roce 1977 prosadila tzv. Community Reinvestment Act (CRA), jímž chtěla pomoci ekonomicky slabším občanům, kteří neměli přístup k hypotékám standardního typu. Tím stát začal podporovat banky poskytující hypotéky v chudších regionech, ovšem při dodržování tradiční přísné státní regulace, jakož i za existence státního pojištění finančních rizik spojených s tímto programem.

První a zároveň zřejmě též asi jedno z nejproblematictějších rozhodnutí, jež nastartovalo vývoj k současné krizi, bylo ovšem až rozhodnutí americké vlády⁹ učiněné na konci roku 1993, prosadit nová pravidla, jež by zaručila zvýšení finančních toků směřujících do chudších lokalit. To samo o sobě ještě nemuselo být špatné rozhodnutí, pokud by nebyla následně v roce 1995 uvolněna pravidla regulace a nebyl upraven stávající systém poskytování hypoték sociálně slabším vrstvám. Vláda totiž prosadila zavedení hodnocení bank podle dodržování předpisů a cílů CRA, což vedlo až k tomu, že byly nuceny při poskytování hypoték méně bonitním klientům kvůli možným sankcím uvolnit svá tradiční kritéria a standardy. V souvislosti s tím byla zároveň prováděna sekuritizace hypoték, na jejichž základě byly emitovány různé druhy zajištěných obligací (zejména CMO /*Collateralized Mortgage Obligation*/ a CDO /*Collateralized Debt Obligation*/), jejichž kolaterálem byly pozemky a domy, jejichž hodnota až doposud pouze rostla. Ty byly prodávány jak domácím, tak i zahraničním investorům a to nejen v USA, ale i v zahraničí. Tím došlo k tomu, že v roce 2003 dosáhl regulovaný trh s hypotékami 600 miliard USD; neregulovaný trh pak tvořil nezjistitelný mnohonásobek.

Dalším významným faktorem, jenž se posléze projevil rovněž velice negativně, byl výrazný nárůst různých druhů finančních derivátů, a to jak termínových derivátových instrumentů, tak především různých druhů strukturovaných produktů. Přesto, že se již v této době ozývaly hlasy varující před jejich neprůhledností, FED zavedení jejich regulace nejenže odmítal, ale dokonce byl v roce 1999 kongresem USA schválen a prezidentem podepsán velice rozsáhlý deregulační zákon, jenž následně způsobil, že hodnota neregulovaných finančních derivátů vzrostla z 50 bilionů USD na cca 550 bilionů USD.¹⁰

⁹ Jednalo se o vládu prezidenta Clintona.

¹⁰ Některá fakta, jakož i uváděné číselné údaje byly převzaty z článku prof. Milana Zeleného: Geneze krize.

V návaznosti na výše uvedené skutečnosti nastal posléze v USA stav, který prof. Milan Zelený popisuje takto: „*Vznikl nový, divný svět. Přední investiční domy Wall Streetu začaly obchodovat s novými investičními nástroji. Clintonův předseda FEDu Alan Greenspan zahájil strategii nízkých úrokových měr a propadu US dolaru. Levné peníze zaplavily americké trhy. Stavební firmy si půjčovaly a stavěly nové domy; banky si půjčovaly a poskytovaly stále levnější úvěry; Wall Street si půjčoval až v poměru 40:1 (poměr dluhů k hodnotě aktiv). Nové finanční instrumenty a nový obor „finančního inženýrství“ dále stimulovaly „kreativitu“ chamtivců. Spekulativní bublina iracionálního nadšení a ziskuchtivé zaslepenosti se nafoukla téměř přes noc. Toxické hypotéky vznikaly na běžícím pásu. Nikdo již neverifikoval příjmovou či kolaterální schopnost splácení půjček, hotovost pojistného vkladu nebyla vyžadována. Státní surrealismus završila Federal Reserve Bank of Boston, která určila, že účast v programu školení úvěrové poradny lze hodnotit jako důkaz žadatelovy schopnosti obdržet a uřídit své dluhy. Clintonova politika výrazně narušila tradiční principy svobodného trhu a zodpovědného podnikání. Svět se zbláznil...“*

V roce 2003 se americká vláda pokusila o zpřísnění regulace státních hypotečních agentur Fannie Mae a Freddie Mac. Návrh předloženého zákona ovšem kongresem neprošel a prezident Bush se o prosazení této regulace již znovu nepokusil. Naopak, v roce 2009 kongres schválil další významný deregulační krok: až doposud musely všechny kreditní instituce s aktivy nad 250 milionů USD podstoupit tzv. třístupňový CRA kvalifikační test. Tento limit byl nyní zvýšen až na 1 miliardu USD, přičemž co se týče ostatních institucí (včetně menších regionálních bank), ty byly třístupňového testu zproštěny. Tím se stalo, že se další a další instituce, nespádající ani pod slabé garance CRA, vrhaly na neregulované trhy kde poskytovaly toxické hypotéky. Nízký kurz dolaru, levné peníze a levné hypotéky přilákaly i zahraniční banky, suverénní fondy a další investory...

Jak z historie, tak i z předešlého pojednání vyplývá, že podmínky pro vznik hospodářských krizí se vytvářejí dlouhodobě, avšak jejich spuštění a průběhy bývají velice rychlé. Je tomu tak proto, že nastane panika, v důsledku které se vytratí z trhu důvěra jedněch ekonomických subjektů ve druhé. Vznik tohoto stavu následně způsobí, že nastane zmrazení úvěrových toků, čímž, jak definuje nositel Nobelovy ceny za ekonomii Paul Samuelson: „*peníze, které jsou mazadlem oběhu se nedostávají a ekonomický koloběh se v důsledku toho zadře...“*. Jako významný a smysluplný pak lze hodnotit i názor Milana Zeleného, že „*...důvěra mezi jednotlivými ekonomickými subjekty je základním a nosným pilířem kapitalismu svobodného trhu. Bez důvěry nefungují trhy a bez trhů nelze určit hodnotu a cenu ekonomických statků...“*.

Přestože americká vláda tvrdila ještě na konci srpna 2008, že je vše v pořádku, během dalších několika dní začali jak ministr financí, tak předseda FEDu a posléze i prezident otevřeně hovořit o možném kolapsu celé ekonomiky, v důsledku čehož přistoupili k prosazování státních intervencí v podobě masivních hotovostních injekcí. Záchranný balík, tzv. TARP (*Troubled Assets Relief Package*), který byl původně prosazován jako plán státního nákupu toxických hypoték, se ovšem setkal se silnou opozicí, a tudíž první pokus o jeho přijetí kongresem nevyšel. V důsledku toho došlo dne 29. 9. 2008 k největšímu absolutnímu propadu akcií od 2. světové války (tento den poklesl DJIA o 778 bodů).

Následný politický proces vedený kolem tohoto záchranného balíku způsobil jeho rozšíření o mnoho dalších položek, které nebylo možno před hlasováním zodpovědně vyhodnotit.¹¹ Přitom již v polovině listopadu proběhla významná změna strategie TARP: namísto nákupu toxických hypoték se přešlo na přímé investice do akcií bankovního sektoru (neboli na formu zestátnění).

Jak dále uvádí prof. Zelený: „Nastal čas „morálního hazardu. O státní peníze se ucházejí nejen banky, ale i stavební firmy, automobilky, nemocnice a městské i regionální samosprávy. Podmínkou získání podpor je prokázaná neschopnost fungovat v prostředí svobodného trhu. Podniky a instituce uměle zhoršují své výsledky (nebo kupují problémové podniky), aby získaly miliardové půjčky. Politici opět „zachraňují“ a opět s penězi daňových poplatníků. Dnes je do US ekonomiky napumpováno historicky nejvyšší množství hotovosti, ale přesto se úvěrové trhy příliš neuvolnily: zatímco stát /FED/ snižuje úrokové sazby na virtuální nulu, banky drží velké balíky finančních rezerv a příliš významné objemy úvěrů neposkytují. Tím se trvání krize prodlužuje na neurčito“.

IV. NEJVÝZNAMNĚJŠÍ RIZIKOVÉ FAKTORY SOUDOBÉHO VÝVOJE SVĚTOVÉ EKONOMIKY

Jaké předběžné závěry lze již v současné době z probíhající krize vyvodit? Pokud jde o jednotlivé nejvýznamnější důvody jejího vzniku, jsou následující:

Postupné zvyšování zadluženosti domácností, podniků a států:

Jedná se o základní a zřejmě asi i o nejvýznamnější rizikový faktor soudobého vývoje světového finančního systému a současně i celé světové ekonomiky. Neustálé zvyšování míry zadluženosti všech druhů ekonomických subjektů s sebou totiž přináší nejen stále se zvyšující počet vydaných finančních investičních instrumentů (především cenných papírů obchodovaných na sekundárních trzích), ale zároveň i stále vyšší riziko poruch v alokaci finančních zdrojů.

¹¹ Jedná se o podobný případ „vyhazování peněz“, jako je tzv. „porcování medvěda“ probíhající každoročně při projednávání státního rozpočtu České republiky.

- Zadlužování domácností souvisí s politikou vlád většiny ekonomicky vyspělých zemí a příslušných centrálních bank zvyšovat domácí spotřebu a tím podporovat ekonomický růst, jakož i se snahou firem zvyšovat své zisky podporou (především úvěrováním) prodeje své produkce zboží či služeb.
- Zadlužování podniků souvisí s přesvědčením většiny jejich managementů, že externí peněžní zdroje vyjdou levněji než zdroje interní a tlakem společníků (akcionářů) na výplatu podílů ze zisku (dividend). To znamená, že většina společností se vědomě stále více a více zadlužuje,¹² čímž se v případě, že se dostanou do hospodářských problémů, stávají náchylnější k úpadku.
- Zadlužování (většiny) států se zvyšuje v první řadě schodkovou fiskální politikou jejich vlád. To vyplývá z toho, že vlády jsou ustanovovány podle aktuálních výsledků voleb vždy pouze na časově omezená období a proto spíše preferují krátkodobá řešení svých aktuálních problémů před prováděním politiky dlouhodobého proporcionálního hospodářského rozvoje. A za druhé sem patří i faktor částečného zestátnování podniků (nejčastěji bank) s cílem jejich ochrany před bankrotu (především v dobách hospodářských krizí).

Z uvedených skutečností vyplývá, že bude-li v budoucnu průměrná míra zadluženosti výše uvedených druhů ekonomických subjektů ještě dále narůstat, bude se nejen zvyšovat obtížnost jejich financování, ale zároveň poroste i riziko možného vzniku jejich insolvence. To může vyvolat nedůvěru a posléze paniku u držitelů jejich cenných papírů a vést až k jejich neufinancovatelnosti (a v důsledku toho k nesolventnosti domácností, úpadkům společností či zhroucení státních financí některých zemí).

Růst velikosti nadnárodních korporací a zvyšování jejich ekonomického a politického vlivu

Vývoj soudobé světové ekonomiky stále více ovlivňují tzv. „nadnárodní společnosti“ /*transnational corporations*/. Jedná se o velké a hospodářsky významné korporace,¹³ jež zřizují své pobočky (nejčastěji dceřiné společnosti) v mnoha státech. Tento vývojový trend, jenž se velkou měrou týká i finančních institucí,¹⁴ ovšem vykazuje vedle kladných stránek též i mnoho stránek záporných, mezi něž patří především následující skutečnosti:

¹² Roste u nich koeficient zadluženosti.

¹³ Mohou mít výnosy vyšší než HDP menších zemí.

¹⁴ Např. americká banka Citigroup zaměstnává více než 300 tis. lidí a má přes 200 mil. zákazníků více než ve 100 zemích světa.

- Zakládáním dceřiných společností, resp. kapitálovým vstupem do již existujících firem v různých zemích a jejich následným ovládnutím získávají nadnárodní korporace v oborech svého podnikání majoritní postavení. Tím omezují tržní konkurenci a přibližují tržní podmínky podmínkám oligopolu, v němž usilují zaujmout co nejvýznamnější postavení.
- S růstem velikosti společností se současně zvyšuje i složitost jejich kapitálové a organizační struktury, zejména pak pokud jsou do nich včleňovány podniky registrované v různých zemích. A jelikož dnes již lze zřizovat dceřiné společnosti prakticky po celém světě, bývá při jejich rozmísťování často využíváno i legislativních odlišností v jednotlivých státech, zejména s ohledem na realizaci tzv. legálních daňových úniků formou „*transfer pricingu*“, nebo i jiných, vrcholovým managementem korporace předem zamýšlených finančních operací. Někdy bývá tzv. skrytých kapitálových toků využíváno i nelegálně.¹⁵
- S růstem velikosti korporací se zároveň zvyšuje i jejich ekonomická síla, jež může uskutečňovat velmi silný lobbying. Anebo si vynucovat hrozbou tzv. „vystoupení z trhu“ /*market withdrawal*/ neboli hrozbou zrušení mnoha pracovních míst v určitém regionu různé výhody, což může posléze přerůst i v politický vliv.

Stále více nadnárodních korporací (mezi něž rovněž patří i mnoho významných finančních institucí), již dosahuje takových velikostí, že je velice obtížné, ne-li zcela nemožné, se v jejich vnitřní struktuře a v existujících vlastnických vztazích vůbec vyznat, natož je efektivně řídit a kontrolovat. To ohrožuje stabilitu světového finančního (resp. ekonomického) systému, přičemž je dostatečně známo, že případné úpadky velkých společností mohou způsobit vážné potíže všem držitelům jimi vydaných cenných papírů,¹⁶ jakož i s nimi spolupracujícím firmám. A pokud vyhlásí úpadek některá významná finanční instituce (zejména banka), bývají hospodářské důsledky o to katastrofičtější.

A co je vůbec nejhorší, *v celé světové ekonomice upadá tržní konkurence, což významně narušuje tvorbu spravedlivých (tržních) cen, bez nichž nemůže soudobá ekonomika efektivně fungovat.*

¹⁵ Např. za účelem alespoň dočasně vylepšit hospodářské výsledky – viz např. všeobecně známý případ americké korporace Enron, jejíž management účelově zakládal nové společnosti, na které převáděl ztrátové položky, od kterých potřeboval účetně očistit mateřskou společnost.

¹⁶ Nejvýznamnějšími držiteli cenných papírů velkých korporací bývají nejčastěji investiční a podílové fondy, jakož i celá řada dalších finančních institucí (suverénní fondy, pojišťovny, penzijní fondy apod...).

Příliš liberální podmínky pro vytváření nových druhů finančních investičních instrumentů

Na světě neustále vznikají nové druhy finančních investičních instrumentů, jež jsou posléze umísťovány na finančních trzích. A poněvadž často bývají vytvářeny účelově, nebývají vždy pro finanční trhy přínosem.

Nejvýznamnější rizika související s nově konstruovanými investičními instrumenty lze spatřovat v těchto základních směrech:

- Vytváření nových druhů derivátových investičních instrumentů: Jedná se o účelové vytváření různých druhů tzv. „strukturovaných produktů“. Jejich rizikovost někdy spočívá v jejich podkladových aktivech (zejména v případě tzv. „*baskets instrumentů*“) a dále v jejich mnohdy záměrné konstrukční složitosti. Navíc mohou syntetizovat celou řadu dalších, pro investory velice rizikových vlastností, a to bez toho, že by podléhaly regulaci a dohledu regulatorních orgánů jednotlivých zemí.
- Účelové využívání sekuritizace: Na transformování málo likvidních finančních aktiv na obchodovatelné cenné papíry by samo o sobě nebylo nic špatného, kdyby při něm nedocházelo k poškozování investorů. To se provádí tím způsobem, že finanční instituce převede své pohledávky na jiný, k tomuto účelu zřízený subjekt,¹⁷ jenž emituje své vlastní cenné papíry kryté převedenými aktivy. Ty prodává investorům. A jelikož bývají převody aktiv na cenné papíry značně složité a pro investory neprůhledné (poněvadž skutečnou hodnotu sekuritizovaných aktiv zná pouze finanční instituce převádějící pohledávky, přičemž tato aktiva se ještě navíc velice často dělí na několik různě kvalitních a ratingově různě hodnocených tranší), je možné tímto způsobem prodat investorům i značně nekvalitní aktiva, navíc za podstatně vyšší cenu, než by byla sjednána v případě jejich přímého prodeje.

Na základě výše uvedených skutečností vzniká tzv. „pyramidová stavba“, která padá se zhroucením její základny (neboli s pádem kurzů finančních investičních nástrojů, od nichž jsou odvozeny, či sekuritizovány).

¹⁷ Tyto subjekty bývají označovány jako „*společnosti se speciálním účelem*“.

Nedostatečná a vzájemně systémově neprovázaná státní regulace finančních systémů jednotlivých zemí

Přesto, že se ekonomicky vyspělé země snaží hospodářským (a tudíž i finančním) poruchám předcházet, nejsou zatím schopny koordinovaně regulovat ani své národní finanční systémy, ani finanční transakce prováděné jednotlivými ekonomickými subjekty. Příčina tohoto stavu spočívá v různé legislativě jednotlivých států, která, pokud se ještě navíc liší svojí samotnou podstatou,¹⁸ tak možnost vzájemné harmonizace prakticky vylučuje.¹⁹ Uvedené skutečnosti se projevují např. v existenci „daňových rájů“, v neregulování emitování a obchodování eurodluhopisů, a v celé řadě dalších oblastí.

Závěr

Závěrem lze konstatovat, že přes veškerá uvedená negativa soudobého krizového vývoje světové ekonomiky existují rovněž důvody, proč lze z dlouhodobého pohledu stávající krizi považovat za vysoce pozitivní a přínosnou. Vyplývá to z toho, že čím později by nastala, tím by byla silnější a v důsledku toho by rovněž způsobila horší následky.

Ani tak však nepůjde o krátkodobou recesi, která odezní během několika měsíců. Makroekonomická opatření jednotlivých vlád a centrálních bank sice zabránila zhroutení světového finančního systému, podstaty soudobých problémů se však zatím příliš nedotkla.²⁰ „Bilionové injekce“ placené ze státních rozpočtů na odkupy nedobytných pohledávek bank a jiných finančních institucí spolu s tzv. „politikou kvantitativního uvolňování“ logicky přinesou následné „sekundární problémy“. Těmi bude zřejmě vysoká inflace, která znehodnotí reálné dluhy vlád většiny států i dalších zadlužených subjektů, avšak při souběžném znehodnocení většiny stávajících finančních investičních instrumentů – zejména dlouhodobých, fixně úročených obligací, jakož i z nich plynoucích výnosů. V důsledku toho výrazně poklesne reálná hodnota majetku dluhopisových (obligačních) podílových a investičních fondů, a co je ještě horší, i portfolií penzijních fondů a životních pojišťoven. Protože jsou dnes úrokové sazby prakticky všech významných centrálních bank téměř „na nule“ (a možnosti regulovat měnovou politiku jsou tak značně omezené), lze očekávat, že se zvyšujícími se objemy nově emitovaných státních obligací porostou požadavky na jejich vyšší výnosnost. To způsobí růst (nominálních) úrokových sazeb, což bude mít negativní vliv na státní finance, jež se mohou ekonomicky slabším zemím zhroutit. Navíc to bude významně brzdit rozvoj světové ekonomiky. Kvůli nepředvídatelnosti možných státních zásahů lze velmi obtížně predikovat časové rozložení jednotlivých etap této „katastrofické“ (avšak pravděpodobné) vize.

¹⁸ Jako konkrétní příklad lze např. uvést velice odlišnou podstatu amerického a evropského práva.

¹⁹ Konkrétně se např. jedná o rozdílné pojetí práva v Evropě a v USA.

²⁰ V současné době se jak v USA, tak i v Evropské unii připravuje celá řada legislativních opatření na zpřísnění státní regulace v různých oblastech finančního podnikání, jejichž kvalita a rychlost zavedení nesporně velice významně ovlivní budoucí vývoj.

Nicméně je jisté, že ještě i v roce 2010 (a zřejmě asi i později) dojde ke krachům (resp. zestátnění) mnoha obchodních bank, k čemuž povede nejen neschopnost řady firem splácet úvěry, ale i fakt, že stejný problém budou mít i mnohé domácnosti. A na úplný závěr nelze nepoložit otázku: není částečně na vině také soudobý systém parlamentní demokracie? Vždyť mnozí politici (a pochopitelně i jimi pověřeni ekonomové), kteří byli v době geneze krize na rozhodujících politických či hospodářských postech (ať už odborně anebo morálně) „selhali“. Především tím, že mnohými svými rozhodnutími (resp. hlasováním v různých parlamentech) napomáhali postupné likvidaci „tržní ekonomiky“, na níž je dnešní lidská společnost životně závislá. A nejhorší na tom všem je to, že mnozí z nich v této destrukci tržní ekonomiky pokračují i při „odstraňování následků“, které vlastně svojí předešlou činností sami způsobili.²¹

Seznam literatury

Jílek, J. 2006 *Deriváty, hedžové fondy, offshorové společnosti*, Praha, Grada Publishing, 2006. ISBN 80-247-1826-X

Rejnuš, O. 2009 *Cenné papíry a burzy*, Brno, CERM, 2009. ISBN 978-80-214-3805-7

Rejnuš, O. 2008 *Finanční trhy*, Ostrava, Key Publishing, 2008. ISBN 978-80-87071-87-8

Samuelson, P. A., Nordhaus, W. D.: *Ekonomie*, Praha, Svoboda, 1991. ISBN 80-205-0192-4

Zelený, M.: *Geneze krize*, <http://blog.aktualne.centrum.cz/blogy/milan-zeleny.php>?

Zelený, M.: *Prokletí zahraničních investic a nastávající krize*, <http://blog.aktualne.centrum.cz/blogy/milan-zeleny.php>?

Summary

Oldřich Rejnuš

“Global financial crisis” and its evaluation of future outlook the worlds economy development

The topic of this article is the dilemma of financial crisis, which started in the autumn of 2008 and grew up to important worldwide economical crisis. The aim of this article is to analyse its reasons and sources; to identify and characterize the most significant risk factors endangering other world economics development. In conclusion is brief prediction and future outlook of world economy development in medium-term horizon. Further there are formulated the main questions about future functioning (or liquidation) “free market economy”, on which is the nowadays human being depending.

JEL Classification: G15

Doručeno redakci: 1. 11. 2009

Recenzováno: 6. 11. 2009

Schváleno k publikování: 9. 11. 2009

²¹ Jedná se o prosazování různých nesystémových a pro tržní ekonomiku škodlivých opatření, jako jsou např.: „šrotovné“, pouze „dočasně platné (neboli časově omezené)“ změny daňových zákonů, stoprocentní a objemově neomezené pojištění bankovních vkladů, možné odklady plateb sociálního pojištění, apod...